

Progetto di fusione transfrontaliera per incorporazione di Subsea 7 S.A. in Saipem S.p.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
sul Rapporto di Cambio delle azioni
ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile e dell'art. 22 del Decreto
Legislativo n. 19 del 2 marzo 2023, come successivamente modificato (*)

(*) *With respect to the CONSOB Communication N. 73063 of 5 October 2000, this report does not express an opinion on the fairness of the transaction, the value of the security, or the adequacy of consideration to shareholders and therefore the issuance of the report would not impair the independence of EY S.p.A. under the U.S. independence requirements.*

Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile e dell'art. 22 del Decreto Legislativo n. 19 del 2 marzo 2023, come successivamente modificato

Agli Azionisti di
Saipem S.p.A.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione transfrontaliera per incorporazione (la "Fusione") di Subsea 7 S.A. ("Subsea7" o "Società Incorporanda") in Saipem S.p.A. ("Saipem" o "Società Incorporante" e, congiuntamente con Subsea7, le "Società Partecipanti alla Fusione" o le "Società"), in data 3 aprile 2025 siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza presentata da Saipem in data 20 marzo 2025, quale esperto per la redazione della relazione (la "Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della Società Incorporante con le azioni della Società Incorporanda (il "Rapporto di Cambio"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile e dell'art. 22 del Decreto Legislativo n. 19 del 2 marzo 2023, come successivamente modificato.

A tal fine abbiamo ricevuto da Saipem il progetto comune di fusione transfrontaliera relativo alla fusione per incorporazione di Subsea7 in Saipem (il "Progetto Comune di Fusione") elaborato congiuntamente dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione ed approvato in data 23 luglio 2025, corredato da apposita relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Saipem, approvata il 23 luglio 2025, che illustra, giustifica e motiva, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio (la "Relazione degli Amministratori"), nonché il bilancio intermedio di Saipem al 30 giugno 2025, approvato dal Consiglio di Amministrazione il 23 luglio 2025, redatto ai fini dell'art. 2501 *quater*, comma 1, del Codice Civile.

Il Progetto Comune di Fusione sarà sottoposto all'approvazione della Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Saipem (la "Assemblea Straordinaria"), che è stata convocata per il giorno 25 settembre 2025.

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dal Consiglio di Amministrazione per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dal Consiglio di Amministrazione di Saipem a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione e dai consulenti da essi incaricati.

Al fine della predisposizione delle valutazioni volte alla determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Saipem ha tenuto conto delle relazioni predisposte, in qualità di advisor economico-finanziari, da Goldman Sachs Bank Europe SE, Succursale Italia ("Goldman Sachs") e Deutsche Bank AG, Milan Branch ("Deutsche Bank" ed insieme a Goldman Sachs, gli "Advisor Finanziari"), i quali hanno ciascuno fornito il proprio parere, rispettivamente in data 23 luglio 2025 e in data 22 luglio 2025, al Consiglio di Amministrazione di Saipem (ciascuna relazione, il "Parere" e, congiuntamente, i "Pareri").

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione di Saipem per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

- ▶ non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- ▶ non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nella Relazione degli Amministratori.

2. Sintesi dell'operazione

I Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione hanno elaborato congiuntamente un progetto comune di fusione transfrontaliera (il "Progetto Comune di Fusione") al fine di realizzare una fusione transfrontaliera ai sensi delle disposizioni della Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativa ad alcuni aspetti del diritto societario, come modificata e integrata dalla Direttiva (UE) 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 (la "Mobility Directive"). Le previsioni sulle fusioni transfrontaliere sono state recepite, per quanto riguarda la legislazione italiana, attraverso il Decreto Legislativo n. 19 del 2 marzo 2023, come successivamente modificato (il "Decreto 19/2023") e, per quanto riguarda la legislazione lussemburghese, dalla legge lussemburghese del 10 agosto 1915 sulle società commerciali, come modificata dalla legge lussemburghese di recepimento della Mobility Directive (la "Legge Societaria Lussemburghese").

In data 23 febbraio 2025, Saipem e Subsea7 hanno sottoscritto un *memorandum of understanding* (il "MoU") per regolare i termini di una possibile fusione di Subsea7 in Saipem, ivi inclusi il rapporto di cambio e i principi generali della *governance* del gruppo come risultante a seguito della prospettata operazione. In pari data, gli azionisti di riferimento di Saipem e Subsea7, ovvero: (i) CDP Equity S.p.A. ("CDP Equity"); (ii) Eni S.p.A. ("Eni"); e (iii) Siem Industries S.A. ("Siem Industries" e congiuntamente a CDP Equity ed Eni, gli "Azionisti Rilevanti") hanno sottoscritto un diverso e separato *memorandum of understanding* in cui si sono impegnati a sostenere la prospettata operazione e concordato i termini di un patto parasociale che sarà efficace dal completamento della stessa.

In data 23 luglio 2025, Saipem e Subsea7 hanno sottoscritto un accordo vincolante recante i termini definitivi della prospettata Fusione (l'"Accordo di Fusione"). Sempre in pari data, gli Azionisti Rilevanti hanno sottoscritto un patto parasociale relativo alla società risultante dalla Fusione (il "Patto Parasociale Fusione"), rilevante ai sensi dell'art. 122 del Decreto Legislativo n. 58 del 1998 (il "TUF"), la cui efficacia è sospensivamente condizionata all'efficacia della Fusione stessa.

L'Accordo di Fusione regola, *inter alia*, i termini dell'operazione, gli obblighi reciproci delle parti in relazione alla Fusione e le condizioni sospensive a cui è condizionata la realizzazione dell'operazione e l'efficacia della Fusione stessa.

Per effetto della Fusione, Subsea7 sarà incorporata in Saipem e cesserà di esistere come entità autonoma. Di conseguenza, Saipem acquisirà tutte le attività e assumerà tutte le passività, nonché gli altri rapporti giuridici, di Subsea7 a titolo universale. Ad esito della Fusione, Saipem inoltre assumerà la denominazione di "*Saipem7 S.p.A.*".

Gli Amministratori evidenziano nella Relazione degli Amministratori che la stipula dell'atto di fusione relativo alla Fusione (l'"Atto di Fusione") è condizionata all'avveramento (o alla rinuncia, a seconda dei casi) di ciascuna delle seguenti condizioni sospensive (le "Condizioni Sospensive"):

- (i) la Fusione riceva l'autorizzazione dalle competenti autorità in materia di *antitrust* richieste dalla normativa applicabile, fermo restando che nell'ipotesi in cui le autorità *antitrust* impongano rimedi che implicino il trasferimento di beni da parte di Subsea7 e/o Saipem per

un controvalore aggregato superiore ad Euro 500.000.000,00 (cinquecentomilioni/00), le Società Partecipanti alla Fusione potranno recedere dall'Accordo di Fusione e non completare la Fusione;

- (ii) la Fusione riceva l'autorizzazione dalle competenti autorità regolamentari e governative richieste dalla normativa applicabile;
- (iii) la Fusione riceva l'autorizzazione della Commissione Europea ai sensi del Regolamento (UE) 2022/2560 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno;
- (iv) l'Assemblea Straordinaria di Saipem sia stata convocata e l'approvazione del Progetto Comune di Fusione e dello Statuto sia stata deliberata con le maggioranze previste dall'art. 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Emittenti;
- (v) l'Assemblea Straordinaria di Subsea7 sia stata convocata e l'approvazione del Progetto Comune di Fusione sia stata deliberata;
- (vi) l'importo complessivo in denaro, calcolato sulla base del Corrispettivo del Recesso (come definito al Paragrafo 9 della Relazione degli Amministratori), che dovrà essere corrisposto da Saipem agli azionisti di Subsea7 che abbiano diritto a tale pagamento, non sia superiore a Euro 500.000.000,00 (cinquecentomilioni/00);
- (vii) con riferimento a Saipem, il decorso del termine per l'opposizione dei creditori e degli obbligazionisti, ai sensi della normativa applicabile, con la definizione di eventuali procedimenti o con l'emissione di una o più ordinanze da parte del/i tribunale/i competente/i che consentano di procedere alla Fusione nonostante le azioni in corso; e
- (viii) la quotazione delle Nuove Azioni su Euronext Milano e Euronext Oslo e la quotazione delle azioni della Società Incorporante (incluse le Nuove Azioni) su Euronext Oslo siano state autorizzate da tutte le competenti autorità regolamentari (tali autorizzazioni saranno condizionate solo al perfezionamento della Fusione e all'emissione delle Nuove Azioni in favore degli azionisti di Subsea7 in conformità ai termini previsti dal Progetto Comune di Fusione).

Le Condizioni Sospensive dovranno verificarsi (o essere rinunciate) entro il 31 dicembre 2026. Se entro la suddetta data tutte le Condizioni Sospensive non si saranno avverate o non saranno state rinunciate, l'Atto di Fusione non sarà stipulato.

In aggiunta alle Condizioni Sospensive di cui sopra, prima della data di sottoscrizione dell'Atto di Fusione, dovranno essere state perfezionate tutte le formalità preliminari alla Fusione, compresa la consegna da parte del notaio lussemburghese scelto da Subsea7 del certificato che attesti la corretta realizzazione degli atti e delle formalità preliminari alla Fusione.

La Relazione degli Amministratori evidenzia inoltre che lo Statuto post-Fusione, che entrerà in vigore alla Data di Efficacia della Fusione, prevede la facoltà per gli azionisti di ottenere la maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'art. 127-*quinquies* del TUF nei termini di illustrati nella Relazione degli Amministratori.

3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Saipem i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) il Progetto Comune di Fusione e la Relazione degli Amministratori di Saipem che verrà presentata alla Assemblea Ordinaria e Straordinaria degli Azionisti, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:

- ▶ n. 6,688 (sei virgola sei otto otto) azioni ordinarie di Saipem, prive di indicazione del valore nominale, per ciascuna azione ordinaria di Subsea7, con valore nominale di USD 2,00 per azione, posseduta.

Il Rapporto di Cambio non prevede conguagli in denaro.

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione di Saipem avvalendosi anche delle indicazioni risultanti dai Pareri degli *Advisor* Finanziari, di cui ai successivi punti b) e c). La Relazione degli Amministratori espone i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;

- b) il Parere datato 23 luglio 2025 emesso da Goldman Sachs a favore di Saipem (il "Parere GS");
- c) il Parere datato 22 luglio 2025 emesso da Deutsche Bank a favore di Saipem (il "Parere DB");
- d) il report di valutazione, a supporto del Parere GS, denominato "Project Foil – Board of Directors Valuation Materials" datato 23 luglio 2025 emesso da Goldman Sachs a favore di Saipem;
- e) Il report di valutazione, a supporto del Parere DB, denominato "Project B – Fairness Opinion discussion materials - #PositiveImpact" datato 18 luglio 2025 emesso da Deutsche Bank a favore di Saipem;
- f) il report denominato "Project Foil – Board of Directors Preliminary Valuation Materials" datato 23 febbraio 2025 ed emesso da Goldman Sachs a favore di Saipem;
- g) il *report* denominato "Project B - Discussion materials - #PositiveImpact" datato 23 febbraio 2025 emesso da Deutsche Bank a favore di Saipem;
- h) il documento denominato "Project SS7 – Financial Due Diligence" relativo alla due diligence finanziaria preliminare condotta su Subsea7 ed emesso da KPMG S.p.A. in data 21 febbraio 2025;
- i) il documento denominato "Project B– Financial Due Diligence Report – Volume 1" datato 30 giugno 2025 relativo alla due diligence finanziaria condotta su Subsea7 ed emesso da PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l.;
- j) l'Accordo di Fusione sottoscritto in data 23 luglio 2025 da Saipem e Subsea7, che regola e disciplina, tra le altre cose, le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione della Fusione, la gestione interinale delle Società Partecipanti alla Fusione pendente detta procedura e la *corporate governance* della società risultante dalla Fusione;
- k) il bilancio di esercizio di Saipem e il bilancio consolidato del Gruppo Saipem al 31 dicembre 2024, predisposti in conformità agli *International Financial Reporting Standards* adottati dall'Unione Europea ("IFRS") e assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione KPMG S.p.A., le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 3 aprile 2025;
- l) il bilancio di esercizio di Subsea7 e il bilancio consolidato del Gruppo Subsea7 al 31 dicembre 2024, predisposti in conformità agli IFRS e assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione Ernst & Young S.A., le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 26 febbraio 2025;

- m) il bilancio intermedio di Saipem al 30 giugno 2025, così come approvato dal Consiglio di Amministrazione di Saipem in data 23 luglio 2025, redatto ai fini dell'articolo 2501-quater, comma 1, del Codice Civile;
- n) il documento denominato "BtE Update Mar-25_Spica & Sirio V1" contenente l'aggiornamento delle componenti del Bridge to Equity (BtE) con i dati derivanti dal bilancio intermedio consolidato del Gruppo Saipem e del Gruppo Subsea7 al 31 marzo 2025, così come approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione;
- o) il documento denominato "Strategic Plan 2025 – 2028 – Seconda Lettura e Approvazione" di Saipem (il "Business Plan Saipem") redatto dal proprio *management* e approvato dal relativo Consiglio di Amministrazione in data 25 febbraio 2025;
- p) il documento denominato "25-06 5YP Market Trends" di Subsea7 (il "Business Plan Subsea7") redatto dal proprio *management* e approvato dal relativo Consiglio di Amministrazione in data 20 novembre 2024;
- q) lo statuto vigente di Saipem e lo statuto della società risultante dalla Fusione;
- r) i verbali dei Consigli di Amministrazione e delle Assemblee di Saipem;
- s) i comunicati stampa emessi dalle Società Partecipanti alla Fusione in relazione alla Fusione;
- t) informazioni pubbliche ed informazioni finanziarie di mercato, quali dati economico-finanziari, prezzi di borsa, andamento delle quotazioni di borsa e volumi di scambio dei titoli Saipem e Subsea7 e delle società quotate operanti in settori comparabili;
- u) le informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

Abbiamo infine ottenuto attestazioni che, per quanto a conoscenza del Consiglio di Amministrazione di Saipem, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, ai fini della propria valutazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Saipem ha tenuto conto delle relazioni predisposte, in qualità di advisor economico-finanziari, dagli *Advisor* Finanziari Goldman Sachs e Deutsche Bank, i quali hanno ciascuno fornito il proprio Parere, rispettivamente in data 23 luglio 2025 e in data 22 luglio 2025, al Consiglio di Amministrazione di Saipem. Tenuto conto della distribuzione del Dividendo Straordinario e del Dividendo Addizionale per la Vendita di Attività, e sulla base dei fattori e delle assunzioni indicati rispettivamente nei Pareri scritti di Goldman Sachs e Deutsche Bank, sia il Parere di Goldman Sachs che quello di Deutsche Bank hanno concluso che il Rapporto di Cambio ai sensi dell'Accordo di Fusione sia *fair* dal punto di vista finanziario per Saipem. Il Consiglio di Amministrazione di Saipem, anche sulla base delle indicazioni dei propri *Advisor* Finanziari, ha adottato metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale per operazioni di tale natura e ritenuti adeguati alle caratteristiche di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione.

4.1. Scelta dei metodi e criteri di valutazione

Nella fusione tra società, l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente rapporto di cambio. Lo scopo principale della valutazione è pertanto

rappresentato – più che dalla stima dei valori assoluti del capitale economico delle società coinvolte – dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Le società oggetto dell'operazione devono quindi essere valutate in accordo a criteri omogenei, al fine di rendere pienamente raffrontabili i risultati delle attività valutative.

La valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio è stata effettuata dagli Amministratori di Saipem secondo i principi utilizzati nella prassi internazionale e i metodi utilizzati per operazioni di analoga tipologia ed entità.

In primo luogo, il Consiglio di Amministrazione ha seguito il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati: nell'ambito di un'operazione di fusione, infatti, le valutazioni non sono finalizzate alla determinazione dei valori economici assoluti delle società partecipanti alla fusione, quanto piuttosto all'ottenimento, attraverso l'applicazione di metodologie e assunzioni omogenee, di valori tra loro confrontabili al fine di determinare il rapporto di cambio.

In secondo luogo, l'analisi degli Amministratori si è basata su perimetri autonomi per ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione. L'impatto delle potenziali sinergie attese dall'aggregazione non è stato preso in considerazione in quanto tali sinergie si potranno iniziare a concretizzare solamente quando l'operazione verrà completata.

4.2. *Descrizione delle metodologie utilizzate*

Come descritto nella Relazione degli Amministratori, quanto ai metodi, nell'ambito di una generale revisione delle metodologie valutative previste dalla dottrina ed utilizzate nella migliore prassi per operazioni simili, gli Amministratori ritengono che per esprimere la congruità del rapporto di cambio proposto debba essere presa in considerazione la metodologia del *Discounted Cash Flow (DCF)* quale metodologia di riferimento.

Gli Amministratori hanno poi utilizzato quali metodi di controllo il metodo delle osservazioni delle quotazioni di Borsa e il metodo delle osservazioni dei prezzi target indicati dagli analisti di ricerca.

4.2.1 *Discounted Cash Flow (DCF)*

Tale metodologia è volta a calcolare il valore attuale dei flussi di cassa operativi che si stima Saipem e Subsea7, in ipotesi per entrambe di autonomia gestionale, possano generare in futuro, utilizzando come basi prospettiche di riferimento i piani industriali sviluppati da entrambe le Società Partecipanti alla Fusione.

L'utilizzo del metodo dei flussi di cassa si basa universalmente sull'individuazione di una serie di variabili determinate in relazione ad un arco di tempo assunto per la valutazione. Le variabili suddette sono riferite a:

- ▶ Flussi di cassa prospettici delle Società Partecipanti alla Fusione, derivati dai piani industriali stand-alone di Saipem e Subsea7, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 25 febbraio 2025 (Saipem) e 20 novembre 2024 (Subsea7);
- ▶ Valore delle Società Partecipanti alla Fusione, a conclusione dell'arco di tempo coperto dai piani industriali assunto ai fini della valutazione ("Terminal Value"), normalmente stimato sulla base dei flussi di cassa medi normalizzati e di un tasso di crescita perpetuo ("g");
- ▶ Tasso di sconto dei flussi di cassa prospettici ("WACC") ovvero il costo medio ponderato del capitale;

- Bridge To Equity alla data del 31 marzo 2025, composto dalla Posizione Finanziaria Netta rettificata per altri elementi patrimoniali (i.e., fondi rischi di natura non operativa, partecipazioni, fondi pensione, *minorities*).

4.2.2 Osservazione delle quotazioni di Borsa

Tale metodologia è stata applicata ad entrambe le Società Partecipanti alla Fusione, in quanto entrambe società quotate. Per le azioni di entrambe, come richiesto dalla prassi professionale, ai fini dell'analisi si è osservato l'andamento delle quotazioni di Borsa con riferimento a diversi orizzonti temporali sia (i) antecedenti alla comunicazione della sottoscrizione dell'MoU che (ii) antecedenti alla comunicazione della sottoscrizione dell'Accordo di Fusione, privilegiando il ricorso a medie delle quotazioni ponderate per il volume ("VWAP" o "Prezzo Medio Ponderato per il Volume").

4.2.3 Osservazione dei prezzi target indicati dagli analisti di ricerca

Tale metodologia è volta ad esprimere i prezzi target degli analisti di ricerca per le Società Partecipanti alla Fusione. Questi prezzi rappresentano il valore teorico che il titolo di una determinata società quotata potrebbe raggiungere in un orizzonte temporale predeterminato, sulla base di ipotesi relative all'andamento atteso dei risultati economico-finanziari, alla posizione competitiva, alle prospettive industriali e al profilo di rischio dell'emittente.

Tali valori teorici dei titoli si basano su modelli di valutazione autonomamente costruiti dagli analisti di ricerca, tipicamente basati su flussi di cassa scontati o su multipli di mercato, e costituiscono uno degli strumenti di riferimento più diffusi per la formazione delle aspettative di mercato.

Nel caso di specie, sono stati considerati i prezzi target pubblicati in un arco temporale ragionevolmente ravvicinato rispetto a (i) la data di comunicazione della sottoscrizione dell'MoU e (ii) la data di comunicazione della sottoscrizione dell'Accordo di Fusione, da parte di un *panel* selezionato di primarie istituzioni finanziarie internazionali. Tali valori sono stati rilevati separatamente per ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione, e successivamente utilizzati per determinare un intervallo implicito di possibili rapporti di concambio tra le azioni Saipem e Subsea7.

In linea con la prassi internazionale, l'analisi dei prezzi target fornisce un intervallo di valori plausibili del rapporto di cambio volto ad assicurare la razionalità economico-finanziaria della valorizzazione sottostante e a garantire una più ampia attendibilità del processo decisionale.

4.2.4 Altri metodi di valutazione

Ci sono altri metodi di valutazione che solitamente possono essere presi in considerazioni per transazioni simili: metodologia dei multipli di Borsa di società comparabili, e metodologia dei multipli impliciti in transazioni precedenti comparabili.

La metodologia dei multipli di Borsa di società comparabili è volta a determinare il valore di una società sulla base dell'applicazione a determinati parametri economico-finanziari della stessa dei multipli impliciti delle valutazioni di mercato di società comparabili alla stessa.

Tale metodologia non è stata presa in considerazione al fine di valutare il valore delle Società Partecipanti alla Fusione a causa, principalmente, dell'assenza di società quotate direttamente comparabili a Saipem e Subsea7. In aggiunta, l'approccio dei multipli di borsa non coglie le specificità di crescita e di generazione di cassa delle società oggetto di valutazione, se non a fronte di rettifiche significative.

Questa metodologia è stata quindi esclusa per ragioni di affidabilità e di significatività.

Inoltre, la metodologia dei multipli impliciti in transazioni precedenti comparabili è volta a determinare il valore di una società sulla base dell'applicazione a determinati parametri economico-finanziari della stessa dei multipli ricavati da precedenti transazioni simili.

Tale metodologia non è stata presa in considerazione al fine di valutare il valore delle Società Partecipanti alla Fusione a causa, principalmente, dell'assenza di transazioni comparabili alla Fusione. Va inoltre osservato che le caratteristiche stesse della Fusione rendono meno significativo il confronto con transazioni precedenti, data la futura compagine azionaria paritetica degli Azionisti Rilevanti e del Patto Parasociale Fusione sottoscritto dagli stessi.

Pertanto, tali considerazioni hanno portato all'esclusione di questa metodologia valutativa per manifesta non applicabilità pratico-economica.

5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Come indicato nella Relazione degli Amministratori, le principali difficoltà incontrate dagli organi amministrativi di Saipem nella valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione sono sinteticamente di seguito descritte:

- ▶ sono state applicate diverse metodologie, sia analitiche che basate su valori di mercato, che hanno richiesto l'uso di diverse informazioni, parametri e ipotesi. Non è possibile prevedere che tali ipotesi assunte, pur basandosi sull'esperienza, conoscenza, nonché dati storici disponibili, saranno effettivamente mantenute o confermate. Nell'applicare tali metodologie, il Consiglio di Amministrazione di Saipem ha preso in considerazione le caratteristiche e le limitazioni inerenti a ciascuna di esse, in conformità con la prassi di valutazione professionale seguita a livello nazionale ed internazionale;
- ▶ il prezzo di mercato delle Società Partecipanti alla Fusione è stato ed è soggetto a volatilità e fluttuazioni dovute anche all'andamento generale dei mercati dei capitali, i quali possono o meno riflettere il valore fondamentale delle Società Partecipanti alla Fusione.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

Le valutazioni svolte dal Consiglio di Amministrazione di Saipem, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi *Advisor* Finanziari, hanno portato ai seguenti risultati.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, nella seguente tabella sono riportati i valori per azione e relativi rapporti di cambio individuati dal Consiglio di Amministrazione e risultanti dall'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF), confermati dall'applicazione dei metodi di controllo (i.e., il metodo delle osservazioni delle quotazioni di Borsa e il metodo delle osservazioni dei prezzi target indicati dagli analisti di ricerca).

Valore per azione (€) (*)	Min	Max
Saipem	3,81	4,65
Subsea7	24,33	31,14

	Min	Max
Rapporto di Cambio (**)	5,2	8,2

(*) Valori per azione impliciti utilizzati nella determinazione dei range di minimo e massimo del Rapporto di Cambio.

(**) Rapporto di Cambio calcolato come rapporto tra Min/Max e Max/Min tra i valori per azione di Subsea7 e i valori per azione di Saipem.

Nell'ambito di una fusione, l'obiettivo della valutazione del Consiglio di Amministrazione è quello di stimare i valori relativi (piuttosto che quelli assoluti) del patrimonio delle Società Partecipanti alla Fusione, al fine di determinare il rapporto di cambio; i valori relativi stimati non devono essere presi come riferimento in contesti diversi. Pertanto, gli Amministratori evidenziano che i valori per azione sopra indicati sono stati determinati esclusivamente ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e non devono essere utilizzati in altri contesti.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori evidenziano che sono stati considerati i seguenti elementi metodologici:

- ▶ i rapporti di concambio sono stati rettificati per tenere conto della distribuzione del Dividendo Straordinario e del Dividendo Addizionale per la Vendita di Attività, come di seguito definiti;
- ▶ è stato considerato l'esercizio del diritto di conversione dello strumento finanziario di prestito obbligazionario *senior unsecured guaranteed equity-linked* dell'importo nominale complessivo di Euro 500.000.000,00 con scadenza al 2029 emesso da Saipem, e quindi il conseguente effetto diluitivo sul capitale sociale di Saipem.

6.1. Conclusioni degli Amministratori

Tenendo conto di quanto emerso dalle attività di valutazione come sopra descritte, il Consiglio di Amministrazione di Saipem, anche tenuto conto dei Pareri rilasciati dai propri *Advisor* Finanziari, ha quindi determinato il Rapporto di Cambio nella seguente misura:

- ▶ n. 6,688 (sei virgola sei otto otto) azioni ordinarie di Saipem, prive di indicazione del valore nominale, per ciascuna azione ordinaria di Subsea7, con valore nominale di USD 2,00 per azione, posseduta.

Il Rapporto di Cambio non prevede conguagli in denaro.

Gli Amministratori precisano che nel contesto della determinazione del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione hanno tenuto conto anche delle seguenti distribuzioni antecedenti la Data di Efficacia della Fusione, da effettuarsi nei limiti e termini illustrati di seguito:

- i. subordinatamente all'avveramento (o alla rinuncia) delle condizioni sospensive della Fusione e immediatamente prima dell'efficacia della Fusione, Subsea7 distribuirà ai suoi azionisti un dividendo complessivo massimo di Euro 450.000.000,00 (quattrocentocinquanta milioni/00) in conformità alle leggi applicabili (il "Dividendo Straordinario");
- ii. ciascuna tra Saipem e Subsea7 (quest'ultima in aggiunta al Dividendo Straordinario) sarà autorizzata a effettuare distribuzioni ai rispettivi azionisti come segue:
 - a. fino a USD 350.000.000,00 (trecentocinquanta milioni/00) complessivi da distribuire da ciascuna di Subsea7 e Saipem nel corso dell'esercizio finanziario che termina il 31 dicembre 2025, con tale ammontare pagato in dividendi in contanti (prendendosi atto che tale distribuzione è stata approvata dagli azionisti di Subsea7 e dagli azionisti di Saipem in data 8 maggio 2025 per un importo pari a NOK 13,00 per azione Subsea7 ed Euro 0,17 per azione Saipem e che la stessa è stata già parzialmente corrisposta alla data del Progetto Comune di Fusione); e

- b. qualora la Data di Efficacia della Fusione sia successiva all'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della relativa Società Partecipante alla Fusione del proprio progetto di bilancio per l'esercizio finanziario che termina il 31 dicembre 2025:
- A. tale Società Partecipante alla Fusione, prima della Data di Efficacia della Fusione, potrà distribuire ai propri azionisti un ulteriore importo in aggregato di USD 300.000.000,00 (trecento milioni/00) o il diverso importo, più alto, concordato tra Saipem e Subsea7, fermo restando che tale importo dovrà essere uguale per ciascuna società, e potrà essere pagato in una o più *tranches*, restando inteso che sia Saipem sia Subsea7 potranno procedere a tale distribuzione solo se:
1. l'EBITDA 2025 non sia inferiore di oltre il 10% rispetto a (x) nel caso di Saipem, l'EBITDA target 2025 di Saipem (*i.e.*, Euro 1.600.000.000,00 (un miliardo seicento milioni/00)) e (y) nel caso di Subsea7, l'EBITDA target 2025 di Subsea7 (*i.e.*, USD 1.400.000.000,00 (un miliardo e quattrocento milioni/00)); e
 2. il saldo di cassa 2025 non sia inferiore a (x) Euro 1.000.000.000,00 (un miliardo/00) nel caso di Saipem e (y) USD 160.000.000,00 (centosessanta milioni/00) nel caso di Subsea7;
- B. nel caso in cui l'EBITDA effettivo di una delle parti per il 2025 sia inferiore di oltre il 10% rispetto, nel caso di Saipem, all'EBITDA target di Saipem per il 2025 o, nel caso di Subsea7, l'EBITDA target 2025 di Subsea7 (e a condizione che Saipem o Subsea7, a seconda dei casi, abbia raggiunto l'obiettivo di saldo di cassa per il 2025 di cui al punto (ii)(b)(A) che precede), tale Società Partecipante alla Fusione sarà autorizzata a distribuire una parte del dividendo concordato per il 2025 pari al dividendo concordato per il 2025 moltiplicato per la percentuale dell'EBITDA target 2025 effettivamente raggiunto.

Si precisa da ultimo che, in relazione al previsto disinvestimento di attività, identificato nell'Accordo di Fusione tra le operazioni consentite, Subsea7 sarà autorizzata a distribuire ai propri azionisti un dividendo complessivo pari a un massimo di Euro 105.000.000,00 (centocinque milioni/00) da versare in NOK alla prima delle seguenti date: (x) completamento della vendita delle attività, oppure (y) immediatamente prima della Data di Efficacia della Fusione (il "Dividendo Addizionale per la Vendita di Attività").

Gli Amministratori segnalano inoltre che n. 1.202.990 (un milione duecentodue mila novecento novanta) azioni proprie di Subsea7 saranno annullate alla Data di Efficacia della Fusione.

7. Lavoro svolto

7.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente punto 3

Il bilancio d'esercizio di Saipem per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2024 ed il bilancio consolidato del Gruppo Saipem al 31 dicembre 2024, predisposti in conformità agli IFRS, sono stati assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione KPMG S.p.A.. Le rispettive relazioni di revisione sono state emesse senza rilievi in data 3 aprile 2025.

Il bilancio d'esercizio di Subsea7 per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2024 ed il bilancio consolidato del Gruppo Subsea7 al 31 dicembre 2024, predisposti in conformità agli IFRS, sono stati assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione Ernst & Young S.A.. Le rispettive relazioni di revisione sono state emesse senza rilievi in data 26 febbraio 2025.

In relazione ai bilanci sopra citati sono state da noi effettuate limitate procedure di revisione, che sono consistite principalmente in discussioni con le Direzioni delle Società Partecipanti alla Fusione e con le società di revisione KPMG S.p.A. ed Ernst & Young S.A., al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché analisi critiche degli ammontari in essi esposti e dei relativi principali scostamenti.

Il bilancio intermedio al 30 giugno 2025 di Saipem, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 23 luglio 2025 e redatto ai fini dell'art. 2501 quater, comma 1, del Codice Civile, non è stato assoggettato a procedure di revisione contabile né completa né limitata da parte della società di revisione KPMG S.p.A..

Abbiamo letto criticamente i Pareri degli *Advisor* Finanziari, ed abbiamo discusso con la Direzione di Saipem con specifico riferimento ai parametri, alle metodologie e ai criteri di valutazione utilizzati.

Per quanto riguarda il Business Plan Saipem, il Business Plan Subsea7 e le proiezioni economico-patrimoniali utilizzate ai fini valutativi, fermi restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di previsione, abbiamo discusso con la Direzione di Saipem, nonché con gli *Advisor* Finanziari, le principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri utilizzati per la loro redazione. Le analisi hanno incluso, tra l'altro, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, il processo di elaborazione dei Business Plan, l'analisi della ragionevolezza delle assunzioni, dei criteri e dei principi contabili adottati, il confronto dell'andamento storico e a consuntivo con le previsioni.

Abbiamo infine raccolto, anche attraverso discussione con la Direzione di Saipem, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alle date di chiusura dei bilanci sopra menzionati che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che dalle date di chiusura dei predetti bilanci alla data di emissione della presente Relazione non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

7.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- ▶ analisi del Progetto Comune di Fusione e della Relazione degli Amministratori di Saipem, nonché dei Pareri rilasciati dagli *Advisor* Finanziari per verificare la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dal Consiglio di Amministrazione e dagli *Advisor* Finanziari nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché l'omogeneità di applicazione dei metodi di valutazione;
- ▶ sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di esaminare quanto il Rapporto di Cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e parametri ritenuti significativi;
- ▶ verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente punto 3;
- ▶ verifica della correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio determinato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione, anche sulla base delle indicazioni degli *Advisor* Finanziari;

- ▶ colloqui con le Direzioni di Saipem e con gli *Advisor* Finanziari, per discutere in merito alle principali assunzioni sottostanti i Business Plan, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate nel corso dell'attività svolta.

Abbiamo inoltre compreso, attraverso discussione con la Direzione di Saipem, e ottenuto attestazione, che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

8. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione ad operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite.

Abbiamo pertanto svolto un esame critico della metodologia seguita dagli Amministratori per la determinazione del valore relativo delle Società Partecipanti alla Fusione e, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze, tenuto conto delle caratteristiche delle Società Partecipanti alla Fusione e dell'operazione nel suo complesso.

Con riferimento ai metodi di valutazione adottati si osserva che:

- ▶ sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;
- ▶ appaiono adeguati nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle Società interessate dall'operazione di Fusione;
- ▶ conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand alone*;
- ▶ l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori di Saipem, anche con il supporto dei propri *Advisor* Finanziari, ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e, quindi, della confrontabilità dei valori;
- ▶ l'applicazione di una pluralità di metodi di valutazione ha consentito comunque di estendere il processo di valutazione e sottoporre ad un esame sostanziale i risultati ottenuti.

Con riferimento allo sviluppo delle metodologie di valutazione effettuato dagli Amministratori, evidenziamo di seguito le nostre considerazioni:

- ▶ il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) è generalmente applicato nella prassi professionale nella valutazione di realtà aziendali di tipo industriale. Tale scelta risulta quindi giustificata

dall'attività svolta dalle Società Partecipanti alla Fusione, che rende tanto gli aspetti reddituali quanto quelli patrimoniali e finanziari rilevanti ai fini del processo di valutazione. In particolare, lo sviluppo della metodologia DCF risulta coerente con quanto prescritto dalla prassi professionale e dalla dottrina valutativa;

- ▶ il metodo basato sull'osservazione delle quotazioni di Borsa risulta particolarmente indicato in presenza di società con elevata capitalizzazione e un flottante ampio e diffuso, poiché le quotazioni di Borsa incorporano tutte le informazioni pubblicamente disponibili e sono il risultato dell'attività di negoziazione svolta da operatori di mercato che riflettono le loro previsioni e opinioni in merito alla redditività, ai livelli di rischio e al potenziale di crescita futura delle società oggetto di valutazione. L'adozione di medie, ponderate per i volumi scambiati, riferite ad un arco temporale sufficientemente ampio ha inoltre consentito di attenuare l'effetto delle fluttuazioni dei titoli legate alla situazione generale dei mercati e di mitigare gli effetti della volatilità di breve periodo, pur riflettendo dati di mercato recenti;
- ▶ il metodo dei prezzi *target* viene applicato dalla prassi professionale soprattutto nei casi in cui le società oggetto di valutazione siano seguite da un numero adeguato di analisti finanziari indipendenti che forniscono valutazioni aggiornate e autonome esprimendo il proprio *consensus* sul valore prospettico delle società stesse.

9. Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle Società Partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti abbiamo preso atto delle valutazioni fatte degli Amministratori circa la non ricorrenza dei presupposti del diritto di recesso, senza svolgere verifiche a riguardo. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni circa la validità e/o efficacia delle operazioni effettuate da Saipem e Subsea7, né dei relativi atti, né degli effetti della Fusione sulle medesime, né di eventuali tematiche di tipo societario, legale o fiscale connesse all'operazione di Fusione.

Con riferimento alle metodologie di valutazione utilizzate e ai limiti incontrati, in aggiunta a quelli riscontrati dagli Amministratori e riportati al punto 5, evidenziamo quanto segue:

- a) l'applicazione delle metodologie valutative basate sui flussi di cassa prospettici è stata effettuata dagli Amministratori utilizzando anche scenari di mercato previsionali; tali dati, che, per loro natura, presentano profili di incertezza e indeterminatezza, sono stati oggetto esclusivamente di colloqui con le Direzioni di Saipem, nonché con gli *Advisor* Finanziari, al fine di ottenere una comprensione delle principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri e le assunzioni utilizzati per la loro redazione; pertanto nell'ambito dell'incarico conferitoci non abbiamo effettuato una verifica indipendente del Business Plan Saipem e del Business Plan Subsea7 né una valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione;
- b) le valutazioni effettuate dagli Amministratori mediante la metodologia del *Discounted Cash Flow* si basano su previsioni economico-patrimoniali che, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e/o dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe

essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;

- c) i metodi delle quotazioni di Borsa e dei prezzi *target* degli analisti sono basati, direttamente o indirettamente, sui prezzi di mercato di titoli quotati, in un contesto di mercato che nei periodi considerati è stato caratterizzato da livelli di incertezza e da fenomeni di turbolenza e volatilità; non si può escludere che l'evoluzione dei mercati finanziari possa condurre a valori di mercato non prevedibili ad oggi ed eventualmente diversi da quelli utilizzati dagli Amministratori nelle proprie valutazioni;
- d) gli Amministratori di Saipem non hanno fatto riferimento alla metodologia dei multipli di Borsa di società comparabili o alla metodologia dei multipli impliciti in transazioni precedenti comparabili, per ragioni di affidabilità e di significatività a causa dell'assenza di società quotate direttamente comparabili e di transazioni comparabili alla Fusione in esame, né hanno ritenuto necessario sviluppare ulteriori metodi di controllo. Non possiamo quindi escludere che qualora gli Amministratori avessero utilizzato altri metodi valutativi, i risultati ottenuti e il Rapporto di Cambio avrebbero potuto essere differenti.

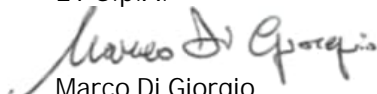
Come esplicitamente evidenziato nella Relazione degli Amministratori ed ai sensi delle previsioni contenute nell'Accordo di Fusione, il perfezionamento della Fusione è subordinato all'avveramento (o alla rinuncia, a seconda dei casi) delle Condizioni Sospensive. Conseguentemente, in caso di mancato avveramento di tali Condizioni Sospensive, le considerazioni e conclusioni contenute nella presente Relazione non saranno o potrebbero non essere più valide o applicabili.

10. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura, portata e limiti del nostro lavoro come illustrati nella presente Relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione di Saipem, anche avvalendosi delle indicazioni dei propri *Advisor* Finanziari, siano adeguati in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto Comune di Fusione.

Milano, 24 luglio 2025

EY S.p.A.


Marco Di Giorgio
(Revisore Legale)